

# 外貨準備肥大化の下での中国金融経済の動向

## —中央銀行バランスシートの観察を中心に—\*

China's Financial Conditions under the Superabundance  
of Foreign Currency Reserves:  
Mainly from the Observation of the PBC's B/S

金 澤 孝 彰

Takaaki KANAZAWA

### 0. はじめに

本論では、金澤〔2009〕にひきつづき、近年の中国における外貨準備肥大化についてとりあげ、その国内経済政策にもたらした影響について、米国でのサブプライムショック以降の世界的金融危機が中国をも巻き込んだ2008年前後の時期も含めて考察していく。本論での筆者の関心は、中国において、インフレ抑制やデフレ予防などといった国内経済面と、他国通貨に対する切り上げや切り下げといった対外経済面という両面からの人民元の貨幣価値の安定化を前提として、一国の持続的経済成長を誘うような金融政策が行われてきたかどうか、といった点にある。

なお、以下の考察にあたって、1993年以降の中央銀行（＝中国人民銀行）のバランスシート（「貨幣当局資産負債表」；1993年以降の各季末のデータに関しては本論末APPENDIXを参照）を中心とする金融関連諸資料から得られる各種データとそれらの季別推移の観察を行っていくことにする。

### 1. 外貨準備増加の制度的背景

中国の外貨準備高は、中国人民銀行の下部組織である外貨専管部局の国家外貨管理局（SAFE）が発表する公式統計によれば、2006年3月に8750億ドルとなって日本を抜いて以降、世界第一位であり続けており、2009年末現在で2兆3999億ドルであり、第二位の日本（同1兆0494億ドル）の倍以上の規模に達している（〔表1〕の①）。しかし、1994年の外貨管理体制改革前時点で中国が保有していた外貨準備の規模は約220億ドル程度にすぎなかった。

---

\* 本論は和歌山大学オンリー・ワン創成プロジェクト「グローバル化下での国際通貨体制の変動に関する研究」（研究代表者・今田秀作本学経済学部教授）の研究成果の一部である。

つまり過去15年間で、米ドル表示の名目値ベースでみて100倍以上もの、また近年のわずか4年足らずの間だけでも約2.7倍もの膨張とも言うべき増加が見られたことになる。

1994年の外貨管理体制改革では、対米ドルの為替水準を一定に保つ実質上の固定相場制度（管理フロート制）が敷かれた。これは、当時の中国の途上国的側面としての外貨不足状況に対処すべく、それ以前のレートよりも約40%程度的大幅な人民元切り下げによって、人民元安という価格競争力を武器に輸出向け産業を育成発展させ、それによって外貨を獲得する狙いを持ち合わせていた。それ以降、大幅な人民元切り上げ圧力を回避するために人民元売りドル買いの為替介入がおこなわれ、人民元相場は1996年から2005年7月の人民元改革までの間は1ドル＝8.27～8.29元という、実質上の米ドルペッグを維持していくことになった。

この外貨管理体制改革ではさらに、企業や個人の受取外貨など国内に流入した外貨の一定割合の外為取扱指定銀行への売却を義務づける強制外貨集中制も導入されたが、これは、国家が外貨の保有や国外持ち出しに関して規制をかける制度的措置であった。これにより、外為取扱指定銀行は、対顧客取引のための外貨保有枠が一定範囲内に制限され、大量の外貨の継続的保有は認められず、限度額を超えた外貨のインターバンク市場への売却を通じて、結局、外貨資産の殆どを人民銀行が買い取っていくことになった。<sup>(1)</sup>

こうした国内金融機関による市中での外貨買い取りの規模とその推移は、中国人民銀行が公表する“金融機構人民元信貸収支表”の国外資産項目内の外貨買い取り（“外匯占款”）項目で見ることができる（[表1]の②）。また、最終的に外貨準備として中国人民銀行によって買い取られる規模は人民銀行のバランスシートの資産側での外貨（“外匯”）項目に記録される（[表1]の③）。これら二つの項目の照合を通じて、国外金融資産のかかなりの部分を国内流入外貨が占めていること、および、その流入外貨の殆どを中国人民銀行が資産として保有していることが確認できる。さらに、これら人民元表示の買い取り外貨資産項目の増減傾向はこれまで概ね国家外貨管理局が公表する米ドル表示の外貨準備の増減にほぼ連動していることも確認できる（[表1]の④）。以上、1994年の外貨管理体制改革は、中国のその後の<sup>(2)</sup>

---

(1) 強制外貨集中制による流入外貨の市中商業銀行を経由しての中国人民銀行の買い取りプロセスの図解入り概略説明は王・長井[2007]がわかりやすい。

(2) 国内金融機関による市中外貨買い取りの規模と米ドル表示の外貨準備との対応関係をみたものについては王・王（編）[2009]第11章（“外匯儲備与貨幣政策”，189～203頁）を参照。また、[表1]の⑤より、人民元表示人民銀行買い取り外貨を米ドル表示外貨準備で除した数値と、各時点の対米ドル為替レートとを対比させることで、両者の正の対応関係を再確認できる。ただし、月別で見た場合、最近では2008年10月末、2009年1月末、および2月末の米ドル表示外貨準備がそれぞれ前月末比で258.97億ドル、325.74億ドル、そして13.90億ドル減少したが、それらとは逆に人民元表示の人民銀行買い取り外貨の額面はそれぞれ、3479.29億元、1160.69億元、そして1371.64億元というようにいずれも増加している。米ドル表示での外貨準備減少からは人民元下落回避によるドル売り人民元買いの市場介入があったように受けとめられるが、人民元表示での増加から介入の形跡は見られない。これは、米ドル以外の通貨でユーロが当該期間に下落したことによるドル表示の為替差損を反映したものと受け止められる。

〔表1〕

	外貨準備① (SAFE公表) (億ドル)	国内金融機構人民元信貸収支表 国外資産 (億人民元)			中国人民銀行 B/S資産側外貨③ (億人民元)	④ ③/② (%)	⑤ ③/①	(備考) 対米ドルレート
		外貨買取②	金	国際金融機関内資産				
1993 I Q 末	198.1	n.a.	12.0	n.a.	1222.0	n.a.	6.17	
II Q 末	188.8	n.a.	12.0	n.a.	1183.0	n.a.	6.27	
III Q 末	196.2	n.a.	12.0	n.a.	1332.2	n.a.	6.79	
IV Q 末	212.0	1431.8	12.0	n.a.	1431.8	100.0%	6.75	5.76
1994 I Q 末	286.2	n.a.	12.0	n.a.	2253.8	n.a.	7.88	
II Q 末	318.6	n.a.	12.0	n.a.	2888.0	n.a.	9.06	
III Q 末	398.4	n.a.	12.0	n.a.	3619.0	n.a.	9.08	
IV Q 末	516.2	4503.9	12.0	n.a.	4263.0	94.7%	8.26	8.62
1995 I Q 末	579.6	n.a.	12.0	n.a.	4839.1	n.a.	8.35	
II Q 末	626.6	n.a.	12.0	n.a.	5192.6	n.a.	8.29	
III Q 末	698.0	n.a.	12.0	n.a.	5846.0	n.a.	8.38	
IV Q 末	736.0	6774.5	12.0	n.a.	6511.4	96.1%	8.85	8.35
1996 I Q 末	808.3	n.a.	12.0	n.a.	7176.8	n.a.	8.88	
II Q 末	866.2	n.a.	12.0	n.a.	7712.6	n.a.	8.90	
III Q 末	953.6	n.a.	12.0	n.a.	8536.8	n.a.	8.95	
IV Q 末	1050.5	9578.7	12.0	n.a.	9330.0	97.4%	8.88	8.30
1997 I Q 末	1120.6	n.a.	12.0	n.a.	10138.6	n.a.	9.05	8.30
II Q 末	1209.4	n.a.	12.0	n.a.	10916.1	n.a.	9.03	8.29
III Q 末	1340.7	n.a.	12.0	n.a.	12018.1	n.a.	8.96	8.29
IV Q 末	1398.9	13467.2	12.0	n.a.	12649.3	93.9%	9.04	8.28
1998 I Q 末	1406.2	n.a.	12.0	n.a.	12651.4	n.a.	9.00	8.28
II Q 末	1405.1	n.a.	12.0	n.a.	12621.5	n.a.	8.98	8.28
III Q 末	1411.1	n.a.	12.0	n.a.	12729.3	n.a.	9.02	8.28
IV Q 末	1449.6	13728.3	12.0	n.a.	13087.9	95.3%	9.03	8.28
1999 I Q 末	1466.3	n.a.	12.0	n.a.	13107.1	n.a.	8.94	8.28
II Q 末	1470.5	n.a.	12.0	n.a.	13134.8	n.a.	8.93	8.28
III Q 末	1515.1	n.a.	12.0	n.a.	14252.3	n.a.	9.41	8.28
IV Q 末	1546.8	14792.4	12.0	604.1	14061.4	95.1%	9.09	8.28
2000 I Q 末	1568.2	15056.2	12.0	595.7	14261.3	94.7%	9.09	8.28
II Q 末	1585.7	15213.3	12.0	n.a.	14374.8	94.5%	9.07	8.28
III Q 末	1600.9	15250.8	12.0	n.a.	14417.9	94.5%	9.01	8.28
IV Q 末	1655.7	14291.1	12.0	n.a.	14814.5	103.7%	8.95	8.28
2001 I Q 末	1758.5	15103.2	12.0	n.a.	15089.0	99.9%	8.58	8.28
II Q 末	1808.4	15410.6	12.0	n.a.	16282.1	105.7%	9.00	8.28
III Q 末	1957.6	16540.5	12.0	n.a.	17505.3	105.8%	8.94	8.28
IV Q 末	2121.7	17856.4	256.0	n.a.	18850.2	105.6%	8.88	8.28
2002 I Q 末	2276.1	18952.2	256.0	739.8	18659.9	98.5%	8.20	8.28
II Q 末	2427.6	20030.4	256.0	769.0	19252.5	96.1%	7.93	8.28
III Q 末	2586.3	21457.6	256.0	787.0	20381.7	95.0%	7.88	8.28
IV Q 末	2864.1	23223.3	337.2	798.2	22107.4	95.2%	7.72	8.28
2003 I Q 末	3160.1	25112.3	337.2	822.6	24062.3	95.8%	7.61	8.28
II Q 末	3464.8	26914.4	337.2	830.6	25983.5	96.5%	7.50	8.28
III Q 末	3838.6	30281.1	337.2	851.7	28670.2	94.7%	7.47	8.28
IV Q 末	4032.5	34846.9	337.2	873.4	29841.8	85.6%	7.40	8.28
2004 I Q 末	4398.2	37726.2	337.2	885.8	32758.2	86.8%	7.45	8.28
II Q 末	4706.4	40280.0	337.2	883.5	35198.4	87.4%	7.48	8.28
III Q 末	5145.4	43251.5	337.2	878.9	38237.4	88.4%	7.43	8.28
IV Q 末	6099.3	52592.6	337.2	682.9	45940.0	87.4%	7.53	8.28
2005 I Q 末	6591.4	56679.7	337.2	931.6	50163.3	88.5%	7.61	8.28
II Q 末	7109.7	62622.9	337.2	928.3	54698.1	87.3%	7.69	8.28
III Q 末	7690.0	66300.8	337.2	879.8	58904.4	88.8%	7.66	8.09
IV Q 末	8188.7	71211.1	337.2	862.0	62140.0	87.3%	7.59	8.07
2006 I Q 末	8750.7	76492.8	337.2	872.4	67230.3	87.9%	7.68	8.06
II Q 末	9411.2	82874.2	337.2	892.7	72216.3	87.1%	7.67	8.02
III Q 末	9879.3	89667.8	337.2	889.3	76975.1	85.8%	7.79	7.98
IV Q 末	10663.4	98980.3	337.2	1074.6	84360.8	85.2%	7.91	7.88
2007 I Q 末	12020.3	107747.8	337.2	1055.9	94546.4	87.7%	7.87	7.77
II Q 末	13326.3	114449.6	337.2	1050.8	103482.7	90.4%	7.77	7.70
III Q 末	14336.1	125736.2	337.2	1057.1	111776.3	88.9%	7.80	7.58
IV Q 末	15282.5	128377.3	337.2	1072.6	115168.7	89.7%	7.54	7.45
2008 I Q 末	16821.8	142490.7	337.2	1073.0	127126.1	89.2%	7.56	7.20
II Q 末	18088.3	153568.8	337.2	1034.8	134249.4	87.4%	7.42	6.99
III Q 末	19055.9	162515.4	337.2	1016.3	143122.9	88.1%	7.51	6.85
IV Q 末	19460.3	168431.1	337.2	940.7	149624.3	88.8%	7.69	6.83
2009 I Q 末	19537.4	172630.5	337.2	939.6	153130.8	88.7%	7.84	6.84
II Q 末	21316.1	177914.7	669.8	950.2	159281.1	89.5%	7.47	6.83
III Q 末	22726.0	185374.5	669.8	1743.1	166460.9	89.8%	7.32	6.83
IV Q 末	23991.5	193113.0	669.8	1764.5	175154.6	90.7%	7.30	6.83

注：APPENDIX および中国人民銀行公式HP(<http://www.pbc.gov.cn>)の各データベースより筆者作成

外貨準備急増をもたらす契機ともなる制度的要因であった。

## 2. 中央銀行バランスシートからとらえる外貨

2001年12月のWTO加盟以降、改革開放下の中国経済がいつそうグローバル化の流れに組み込まれていく過程で、中国はGDP成長率でみて2007年まで毎年10%超という高い経済成長を遂げた。その間、上記外貨管理体制改革に見られる制度的要因に加えて、対外貿易黒字拡大と海外からの巨額の直接投資受入れ増大、さらには“熱銭（ホットマネー）”とも表現される短期的な投機資金流入などによって伴われた外貨準備の急増が国内での過剰流動性を生み出し、それによって資産バブル膨張とインフレ高騰などの弊害を顕在化させていくことになった。

ここで、1993年からの中央銀行バランスシートの各季別の資産側の構成を見てみると、[表2]より、総資産に占める割合が2003年末まで50%未満であった外貨項目が、2004年以降、総資産の過半を占めるようになってきており、2008年後半以降は7割を超えていることが確認できる。<sup>(3)</sup>また、バランスシートの資産側の外貨項目と負債側のベースマネー項目とをつき合わせてみると、[表3]より2002年まではベースマネー残高の半分の額面にも満たなかった外貨はその後の急増で、2006年にはベースマネー残高を超過し、それ以降も月別でみて2008年10月まで増加の一途をたどっていったことも確認できる。

つまり、中央銀行バランスシート上では、資産側において国外資産の大部分としての外貨累積が記録されていく一方、負債側ではベースマネーの増加として記録されていった。そしてこのベースマネーの増加は信用乗数を通じた分のマネーサプライの増加をもたらし、これは、信用乗数の増加をもって、インフレ圧力を激化させるという過剰流動性発生の問題をはらんでいることを示唆するものであった。

一方、外貨項目とは対照的に、その他の中央銀行バランスシートの資産項目、つまり人民銀行貸出や政府の人民銀行預金などといった国内貸出債権項目に関しては、近年、たとえば預金貨幣金融機構への再貸出が減少していること、また、その他金融機構への債権がおおむ

---

(3) APPENDIXで示されるように、1993年から現在に至るまでの中央銀行バランスシートの項目表示は資産側が2002年と2006年の2回、負債側でも2002年と2008年の2回、変化が見られる。そのうち、2001年末までのバランスシートでは、負債側に「その他負債」項目があるのに対し、資産側には「その他資産」項目がない。あらためて当該期間（1993年～2001年末）の資産側各項目の総計と負債側項目の総計とを対比させると、この期間の「その他負債」項目は、2002年以降の負債側「その他負債」と資産側「その他資産」の差額に相当する純額ベースの負債を示していることがわかる。そして、この純負債は2001年第1四半期末を除けば当該期間を通じてマイナスになっている。本文中での「総資産に占める外貨の比重」は、全期間を通じて、バランスシート資産側各項目総計を分母とした総資産で計算しているが、上記事情を考慮して、1993年から2001年までのマイナスの純負債をプラスの純資産として読み替えるとする、[表2]で記された当該期間の外貨比重は2001年第1四半期末を除き、概ねさらに低くなるということになる。

ね増加していることなど、負債側のベースマネー増をもたらす要因となっているとはいえない。なお、2007年後半については、中国人民銀行資産として保有する政府債権残高が1兆6317.71億元に達し、これは同年前半期と比べて1兆4000億元近く大幅に増加しているが、これは金澤（2009）でも指摘したように、主に政府系ファンドである中国投資総公司（CIC）設立のための特別国債1兆5500億元分発行によるものであった。

このCIC設立のための特別国債発行総額の大半は、6000億元、1500億元、7500億元の3回に分けての発行であった。うち、1回目は2007年8月に実施され、バランスシート上、前月比対政府債権項目で5994億元増、その他金融機構債権項目で5791億元減少という資産項目内での入れ替えがあった<sup>(4)</sup>。また、3回目の7500億元の発行が実施された12月では、前月対比での対政府債権で7492億元の増加、その他金融機関債権項目が2978億元の減少、その他資産項目が4881億元の減少といった資産項目入れ替えがなされている。他方、負債項目では金融機関預金項目で7640億元増加し、政府預金項目で6038億元減少していた。中央銀行債発行残高については、後述の通り2007年8月の4兆0675億元をピークに翌2008年の2月まで減少している。このように2007年後半の特別国債発行はベースマネーの増加に影響をもたらしているとは言えない。また、2008年以降も、中国人民銀行の対政府債権、預金貨幣銀行やその他金融機構に対する債権において一律大きな変化がなく、よってこれら国内資産はベースマネーに顕著な影響をもたらさなかった。

こうした一連のCIC設立のための特別国債発行が行われた2007年第3四半期および第4四半期には、バランスシートの資産側での外貨項目の増加額の伸びに下落傾向が見られたものの、同年末の人民銀行の保有外貨残高は11兆5168.71億元で、年間ベースで見ると前年同

〔表2〕中国人民銀行買い取り外貨の総資産に占める割合    〔表3〕買い取り外貨/ベースマネー（中国人民銀行）

	第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	第4四半期末		第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	第4四半期末
1993	12.1%	11.5%	11.6%	10.5%	1993	12.4%	11.7%	12.0%	10.9%
1994	15.8%	19.2%	22.7%	24.2%	1994	16.6%	20.4%	23.8%	24.8%
1995	27.0%	29.1%	31.0%	31.6%	1995	27.5%	30.0%	31.3%	31.4%
1996	33.8%	36.4%	38.3%	35.3%	1996	33.4%	36.1%	37.9%	34.7%
1997	36.0%	38.0%	40.5%	40.3%	1997	37.8%	39.7%	42.3%	41.3%
1998	40.7%	41.0%	44.0%	41.9%	1998	43.3%	41.3%	45.2%	41.8%
1999	43.1%	43.6%	44.6%	39.8%	1999	44.9%	45.6%	48.5%	41.8%
2000	41.6%	40.8%	39.8%	38.0%	2000	44.2%	44.3%	42.6%	40.6%
2001	41.0%	41.6%	43.4%	44.6%	2001	43.5%	47.3%	49.0%	47.3%
2002	39.7%	41.3%	42.2%	43.3%	2002	45.3%	47.5%	51.1%	49.0%
2003	45.6%	47.9%	49.5%	48.1%	2003	54.5%	60.1%	61.4%	56.5%
2004	50.7%	51.1%	53.4%	58.4%	2004	64.9%	68.6%	71.9%	78.1%
2005	60.4%	59.1%	59.6%	59.9%	2005	87.1%	95.4%	96.9%	96.6%
2006	61.3%	62.3%	64.3%	65.6%	2006	107.5%	114.5%	116.3%	108.5%
2007	68.0%	69.9%	70.1%	68.1%	2007	122.8%	125.2%	126.7%	113.4%
2008	69.8%	69.2%	70.5%	72.2%	2008	122.0%	116.4%	122.0%	115.8%
2009	72.7%	73.8%	74.8%	77.0%	2009	123.2%	128.5%	124.8%	121.7%

APPENDIXより作成

APPENDIXより作成

（4）金澤〔2009〕では、この点について2007年後半各月のバランスシートを表示したうえで、資産側および負債側主要各項目の数値変動の対応関係をフォローしながら説明している。



期比で36.5%増であった。これは後述するように、当時の人民元先高期待感の影響の下、ベースマネー増にもたらした影響が決して小さくなかったことを示している。

### 3. 金融引き締め政策（不胎化）と外貨準備

ここまで述べてきたように、まず1994年の強制外貨集中制の導入と外為取扱指定銀行の外貨持ち高規制が、その後の人民銀行による国内流入外貨の引き受けパターンを形作り、爾後、改革開放政策を支える輸出産業の保護・育成のための急激な元高回避の必要性から大量の人民元売りドル買い市場介入がなされていった。こうして輸出振興による経済成長がやがて貿易黒字を含む経常収支黒字の拡大基調を生み、制度的枠組みにもとづいての市中への人民元の放出、すなわちマネーサプライの増加と、他方で、貿易摩擦表面化に伴う国外からの人民元切り上げ圧力を生んだ。そこから生じる人民元の先高期待感が短期的な投機資金の国外からの流入を促し、そのことがさらなる外貨準備増加とそれに対するドル買い介入の継続という連関を生みだす。それによって、過剰流動性をもたらされ、結果、銀行貸出の急増、投資過熱や不動産投機などといったバブル現象の発生に見られるインフレ懸念の高まりに連なっていた。

このことから、流動性問題の背景に経常収支があるという捉え方にもとづけば、その黒字増加傾向を是正することが過剰流動性抑止の上で必要であるということになる。そして、その有効な手立ての一つとして、人民元切り上げに見られる為替レート調整が挙げられる。中国では2005年7月21日の人民元改革によって、人民元の為替管理手法がそれまでの事実上のドルペッグ制であった管理フロート制から管理変動相場制に移行していた。しかし、その後も、為替の調整は「変動」よりも「管理」の方にウェイトがおかれたことから、当局は、実際上は人民元改革以前からひきつづき、急激な人民元高進行を抑えるために日々大規模な市場介入を行った。こうした、相対的に見て人民元の貨幣価値を対外的に安定させるような為替管理政策の継続は、必然的に外貨準備とベースマネーの増加をもたらしたため、国内マクロ経済安定化の手段として十分に活かされることにはならなかった。換言すれば、人民元改革当初において、もし人民元の大幅な切り上げを断行しようとするならば、これまでの国内経済成長を牽引してきた輸出の伸びに甚大な悪影響をもたらさうであろうといった懸念から、政府は慎重な立場をとらざるを得なかったため、人民元レート調整は過剰流動性に対して有効な手段とはなり難かったのである。

その代わりに、人民元改革が行われた2005年7月を前後する数年の期間を通じて、通貨当局による公開市場操作、預金準備率引き上げ、総量規制、利上げなど、様々な調節手段を組み合わせての金融引き締め政策が講じられた。つまり、ドル買い人民元売り介入が国内景気過熱要因となったことで、中国人民銀行はそこかわり、過熱回避のために流動性を吸収する不胎化を実施するパターンを定着させていくことになった。当初の不胎化では、国債が用いられたが、国債の多くが市中の商業銀行によって保有され続けていたこと、かつ国債の流

通市場の機能が不十分だったこと、そして2002年後半の外貨流入急増で資金吸収が巨額の負担になったことなどから、国債の人民銀行保有分が底をついた。そのため、国債に代わって、中国人民銀行自らが起債し、発行した中央銀行債を主に商業銀行に買い取らせることで、流動性吸収に努めるようになった。なお、中央銀行債の発行に関しては、中央銀行バランスシート上では負債側の債券項目のデータ記録として2002年9月以降から確認できる。<sup>(5)</sup>

ここで、市中の商業銀行からすると、中央銀行債の債券利回りの大小がカギとなってくる。商業銀行の側からすれば、中央銀行債は受動的に買い取られる債券であって、もし中央銀行債の利回りよりも貸出金利の方が上回っておれば、企業向けに融資を行う方が（中銀債を保有しておくよりも）高い収益を見込めるため、中央銀行債保有の増加を収益悪化要因とみなすことになる。とくに経済過熱期には、引き締め政策にもとづく利上げで貸出金利が高水準で推移していくことになるので、そのなかで中国人民銀行が商業銀行による中央銀行債購入を継続してもらうためには、それに対して十分に高い利回りを支払う必要が生じることになるが、それは不胎化のコスト負担増を意味した。

中央銀行バランスシートを見てみると、負債側の（中央銀行）債券項目は、今世紀に入ってから最初にその記録が確認できる2002年9月から2008年上期末までは増加している。総負債に占める債券項目の比率で見ると、2002年9月で4.0%であり、その後2004年5月までは毎月10%未満で上下推移し、2004年末で14.1%、2005年末で19.6%、2006年末で23.1%と上昇していった。ただし、その後、（月別で見た場合、2007年4月に27.8%をピークに以降低下傾向に入り）2007年末で20.4%、世界的金融危機が発生する直前の2008年上期末で21.5%となっている（[表4]を参照）。

〔表4〕中央銀行債券発行／総負債（中国人民銀行）

	第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	第4四半期末
2002	na.	na.	4.3%	2.9%
2003	0.9%	4.4%	7.6%	4.9%
2004	9.2%	10.9%	10.7%	14.1%
2005	17.7%	17.7%	16.6%	19.6%
2006	25.1%	24.7%	25.3%	23.1%
2007	27.7%	25.4%	24.4%	20.4%
2008	21.7%	21.5%	22.6%	22.1%
2009	19.6%	19.1%	17.9%	18.5%

（備考）中央銀行債発行比率：対ベースマネー

	第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	第4四半期末
2002	na.	na.	4.9%	3.3%
2003	1.0%	5.5%	9.4%	5.7%
2004	11.8%	14.6%	14.5%	18.8%
2005	25.6%	28.5%	27.0%	31.5%
2006	44.1%	45.4%	45.8%	38.2%
2007	50.0%	45.5%	44.2%	33.9%
2008	37.9%	36.2%	39.1%	35.4%
2009	33.2%	33.2%	29.9%	29.2%

APPENDIXより作成

また、同バランスシート上では資産側での外貨項目と負債側での債券発行項目のそれぞれの増加のペースに差が見られる。単純に中央銀行債残高の年間増加分だけ流入外貨が不胎化されると考えるものとして、金融引き締め期間でその比率を計算してみたならば、

（5）中央銀行債の発行の程度を見る主要なバロメータの一つとして、公開市場操作での中央銀行手形（“央行”票据）発行の動向把握が挙げられる。中央銀行手形の発行発行状況に関しては、2004年初以降の記録を中国人民銀行公式ホームページ上の「公開市場業務公告」で閲覧できる。また、2008年夏ごろまでの手形発行パターンとその利回りの変動の詳細については金澤〔2006〕および金澤〔2009〕を参照。

2003年から2005年ぐらいまではせいぜい半分程度はあったのに対して、2006年は42%、2007年は15%、2008年は33%と半分を切っている。これは、大量の外貨流入が継続するような状況下では、中央銀行債発行による不胎化だけではベースマネー増によるマネーサプライの増加の抑制に十分に対応できなくなってきたことを示している。

このように発行がペースダウンした中央銀行債にとって代わるかたちで、2006年以降の不胎化手段として法定預金準備金率引き上げによる量的調整のパターンが多く用いられることになった。当時、金融引き締めのための政策的調節手段として、他に預貸金利の引き上げ(利上げ)があり、さらに2007年秋の中国共産党第17回全国大会以降には窓口指導(総量規制)が行われた。このうち、利上げについて、継続的な預金金利の引き上げが景気過熱を冷やすべき本来の効果を果たすためには、その金利があくまでも物価上昇率を上回っていることを前提とする。しかしながら、2004年10月から2007年12月にかけて1年物の貸出金利が9回、そして同預金金利が8回引き上げられたものの(次々節掲示[表7]参照)、それら利上げペースが物価上昇率を下回っていたことから、実質上のマイナス金利になり、結果、利上げでは物価および資産価値上昇を抑えることはできなかった。これが政府によって法定預金準備率の引き上げ政策が講じられる契機となり、市中銀行に対して預金の一定割合を準備預金として強制的に保有することを義務付けたのである。

法定預金準備金率は[表5]に示すように、1998年3月以降2008年末までの十年余りの間に通算27回調整されており、そのうち引き上げは21回行われた。そのうち、とくに2006年7月から2008年6月までの2年間で計19回と集中しており、その間法定預金準備金率は7.5%から17.5%と、10ポイントも急上昇している。法定預金準備金比率の連続引き上げがなされたこの期間はそれに応じて信用乗数は概ね低下傾向を示しており、その結果、マネーサプライ( $M_2$ )の膨張はベースマネーの増分を下回るかたちで抑えられたということになる([表6]を参照)。

こうした中央銀行債発行および法定預金準備率引き上げによる一連の不胎化を通じて、人民銀行バランスシートの負債側では2004年以降、金融機関が保有する中央銀行預金項目と人民銀行債券項目での数値増加が見られた。ここで、人民銀行債と準備預金を保有させられる立場の市中の商業銀行にとって、2005年から07年にかけての貸出基準金利は6~7%であったのに対し、上述の通り中央銀行債の消極的保有に加え、準備

[表5] 法定預金準備金率歴次調整

1998.03.21	13.0%→8.0%
1999.11.21	8.0%→6.0%
2003.09.21	6.0%→7.0%
2004.04.25	7.0%→7.5%
2006.07.05	7.5%→8.0%
2006.08.15	8.0%→8.5%
2006.11.15	8.5%→9.0%
2007.01.15	9.0%→9.5%
2007.02.25	9.5%→10.0%
2007.04.16	10.0%→10.5%
2007.05.15	10.5%→11.0%
2007.06.05	11.0%→11.5%
2007.08.15	11.5%→12.0%
2007.09.25	12.0%→12.5%
2007.10.25	12.5%→13.0%
2007.11.26	13.0%→13.5%
2007.12.25	13.5%→14.5%
2008.01.25	14.5%→15.0%
2008.03.25	15.0%→15.5%
2008.04.25	15.5%→16.0%
2008.05.20	16.0%→16.5%
2008.06.15	16.5%→17.0%
2008.06.25	17.0%→17.5%
2008.09.25	17.5%→16.5%
2008.10.15	16.5%→16.0%
2008.12.05	16.0%→15.0%
2008.12.22	15.0%→14.5%

注 2009年末現在



預金の保有の際にも人民銀行から払われる利息の低さによって金利負担を強いられていたことが想像できる。これは、企業への融資の際の機会損失発生を意味する。つまり、法定預金準備率引き上げは商業銀行をして企業への貸し出しを減らすいわゆる貸し渋りに至らしめ、融資の受け入れが困難な企業の増加をもたらした。

銀行から融資を受ける企業にとっては、こうした状況にくわえ、2007年秋以降、それまで比較的緩慢だった人民元切り上げテンポの加速によって経営状況悪化に追い打ちをかけられていくことになる。2005年人民元改革による管理変動相場制導入以降、中国人民銀行は2007年前半頃までは上述したように「変動」よりも「管理」に重点をおくかたちでレート安定のための大量のドル買い介入を続けていた。ただし、人民元が、人民元改革以前に比べれば制度的にレート変動幅拡大の余地を持っていたこともあり、2007年後半、とりわけ秋以降に人民元先高期待が増し、さらに当時の引き締めモードでの利上げと相俟ってその利ざやも狙っての大量の短期的投機資金の国内流入を促したことが、外貨準備増加の加速要因ともなった。

〔表6〕通貨供給(M<sub>2</sub>)とベースマネー(1993～2009)

	M <sub>2</sub>	M <sub>2</sub> 増加率		ベースマネー	信用乗数
		(前季比)	(前年同期比)		
1993 I Q 末	29460.2			9846.1	2.99
II Q 末	30860.2	4.8%	—	10089.1	3.06
III Q 末	31795.6	3.0%	—	11075.9	2.87
IV Q 末	34879.8	9.7%	—	13147	2.65
1994 I Q 末	37010.3	6.1%	25.6%	13612.3	2.72
II Q 末	40039.5	8.2%	29.7%	14138.3	2.83
III Q 末	43513.5	8.7%	36.9%	15193.8	2.86
IV Q 末	46923.5	7.8%	34.5%	17217.8	2.73
1995 I Q 末	50297.1	7.2%	35.9%	17588.4	2.86
II Q 末	53150.3	5.7%	32.7%	17297	3.07
III Q 末	56813.2	6.9%	30.6%	18705.8	3.04
IV Q 末	60750.5	6.9%	29.5%	20759.8	2.93
1996 I Q 末	64512.1	6.2%	28.3%	21513.6	3.00
II Q 末	68132.8	5.6%	28.2%	21349.6	3.19
III Q 末	72042.6	5.7%	26.8%	22509.2	3.20
IV Q 末	76094.9	5.6%	25.3%	26888.5	2.83
1997 I Q 末	79581.25	4.6%	23.4%	26811.4	2.97
II Q 末	82811.51	4.1%	21.5%	27485.2	3.01
III Q 末	85892.36	3.7%	19.2%	28379.9	3.03
IV Q 末	90995.32	5.9%	19.6%	30632.8	2.97
1998 I Q 末	92037.75	1.1%	15.7%	29213.4	3.15
II Q 末	94657.61	2.8%	14.3%	30589.8	3.09
III Q 末	99794.54	5.4%	16.2%	28177.4	3.54
IV Q 末	104498.54	4.7%	14.8%	31335.3	3.33
1999 I Q 末	108438.22	3.8%	17.8%	29185.8	3.72
II Q 末	111363.48	2.7%	17.6%	28799.8	3.87
III Q 末	115079.29	3.3%	15.3%	29393.2	3.92
IV Q 末	119897.87	4.2%	14.7%	33620.1	3.57
2000 I Q 末	122606.82	2.3%	13.1%	32290.3	3.80
II Q 末	126605.33	3.3%	13.7%	32469.9	3.90
III Q 末	130473.84	3.1%	13.4%	33845.9	3.85
IV Q 末	134610.26	3.2%	12.3%	36491.4	3.69
2001 I Q 末	138744.46	3.1%	13.2%	34697.7	3.89
II Q 末	147809.67	6.5%	16.7%	34396.8	4.15
III Q 末	151642.64	2.6%	16.2%	35727.5	4.24
IV Q 末	158301.92	4.4%	17.6%	39851.7	3.97
2002 I Q 末	164064.57	3.6%	18.2%	41221.08	3.98
II Q 末	169601.24	3.4%	14.7%	40554.45	4.18
III Q 末	176985.21	4.4%	16.7%	39863.97	4.44
IV Q 末	185006.97	4.5%	16.9%	45138.18	4.10
2003 I Q 末	194487.30	5.1%	18.5%	44111.31	4.41
II Q 末	204907.42	5.4%	20.8%	43205.96	4.74
III Q 末	213567.13	4.2%	20.7%	46730.40	4.57
IV Q 末	221222.82	3.6%	19.6%	52841.36	4.19
2004 I Q 末	231654.60	4.7%	19.1%	50461.59	4.59
II Q 末	238427.49	2.9%	16.4%	51305.77	4.65
III Q 末	243757.00	2.2%	14.1%	53150.02	4.59
IV Q 末	253207.70	3.9%	14.5%	58856.11	4.30
2005 I Q 末	264588.94	4.5%	14.2%	57588.32	4.59
II Q 末	275785.53	4.2%	15.7%	57360.22	4.81
III Q 末	287438.27	4.2%	17.9%	60771.21	4.73
IV Q 末	298755.48	3.9%	18.0%	64343.13	4.64
2006 I Q 末	310490.65	3.9%	17.3%	62551.31	4.96
II Q 末	322756.35	4.0%	17.0%	63096.19	5.12
III Q 末	331865.36	2.8%	15.5%	66187.10	5.01
IV Q 末	345577.91	4.1%	15.7%	77757.83	4.44
2007 I Q 末	364104.66	5.4%	17.3%	76990.09	4.73
II Q 末	377832.15	3.8%	17.1%	82663.98	4.57
III Q 末	393098.91	4.0%	18.5%	88212.33	4.46
IV Q 末	403401.30	2.6%	16.7%	101545.40	3.97
2008 I Q 末	423054.53	4.9%	16.2%	104224.18	4.06
II Q 末	443141.02	4.7%	17.3%	115353.05	3.84
III Q 末	452898.71	2.2%	15.2%	117336.06	3.86
IV Q 末	475166.60	4.9%	17.8%	129222.33	3.68
2009 I Q 末	530626.71	11.7%	25.4%	124276.66	4.27
II Q 末	568916.20	7.2%	28.4%	123929.74	4.59
III Q 末	585405.34	2.9%	29.3%	133406.64	4.39
IV Q 末	606223.55	3.6%	27.6%	143985.00	4.21

注：中国人民銀行公式HPより筆者作成

こうして、2005年7月の人民元改革から2007年10月の中国共産党第17回全国代表大会開催にかけての2年余りの期間に見られた切り上げ幅とほぼ同程度の切り上げが党大会以降翌2008年4月までのわずか半年程度の間で見られ、2008年6月末時点での1米ドル＝6.86人民元は人民元改革直前からみると約20%の切り上げとなった。こうした元高誘導の加速は、結果としてこれまで中国の高度成長の一翼を担ってきた、外資を導入し、豊富で低廉な労働力と結び付けて製品を大量につくり、それを輸出して稼ぐような産業を不利な立場に追いやることになった。

#### 4. 世界的金融危機下の中国の外貨準備の増減動向

2008年に入ってから中国経済をとりまく国際経済環境の情勢的推移は、上述の人民元切り上げテンポ加速にくわえて、これまで中国経済の高成長を推進してきた輸出主導型の発展パターンの見直しを余儀なくさせていく。

まず、2007年夏に表面化した米国での低所得者層向け住宅ローン（サブプライムローン）の焦げ付きに端を発する米国経済の低迷によって、その米国を主たる貿易取引相手とする中国での輸出減速が、とくに華南地域を主とした沿海地域において輸出向け製造工場の連鎖的閉鎖に伴う内陸部からの出稼ぎ労働者（“民工”）の失業増といった社会不安増大につながりかねない問題を引き起こすことになった。そのため、人民元相場の切り上げ誘導は2008年7月に凍結され、以降レートは1米ドル＝6.81～6.85人民元台にほぼ固定されている（2010年5月現在）。また、この人民元切り上げ誘導凍結からほどなく開催された中国共産党政治局会議では、当面のマクロ経済政策目標として「経済の安定的で比較的速い発展の保持と物価上昇抑制」に重点をおくことが決定された。

つぎに、同年8月には外為管理条例が改正された。これは、第1節でふれた1994年の外貨管理体制改組およびその改革方針を明確化させた1996年1月公布の旧条例下で、これまでの外貨準備膨張をもたらしてきた制度的要因にメスを入れようとする大きな動きであるものとして位置づけられる。この改正によって、従来の強制外貨集中制にもとづく受取外貨の国家売り渡し義務の廃止などが決定され、經常取引において企業や個人といった国内資本の受取外貨のいっそうの国外留保と運用に柔軟性を持たせるものとなっている。

つまり、中国と外国との間の越境資本移動に対する管理に関して、これまで中国側の外貨不足への対応から外貨の「流出規制・流入緩和」を基本原則としてきたが、1990年代後半以降、貿易黒字、直接投資の急速な伸びに伴い、外貨が不足の段階から余剰の段階へ転換したという現状に対応すべく、「流入規制・流出緩和」ひいては「流出・流入の均衡」へと基本方針の重点が変わってきたことが条例改正の背景にある。中国の外貨準備高が2006年3月以降、世界一の規模になった一方で、その運用をめぐる、サブプライム問題表面化以降のドル信認低下など米国経済の変調を背景に、これまで米国債を主とした米ドル資産に偏重して

いたことなど、過度の外貨準備保有で米国の経済政策に左右されることから生じるリスク懸念が高まってきていた。このことから、政府は外貨準備運用の多様化を通じて、いわゆる“走出去”戦略の一環として、国内資本の海外投資促進を通じての先進技術の入手や海外エネルギー資源採掘権利の入手や、投資利益の国外留保を認めること等を通じて、外貨準備増加抑制とリスク分散を図ろうとする狙いが条例改正にあった。<sup>(6)</sup>

また、リーマン・ブラザーズ経営破綻以降の世界的金融危機の影響は、グローバルレベルでの資金の流れに大きな変化をもたらした。対中直接投資など海外からの資金流入減少や米欧諸国の景気後退に伴う輸出減少などが、上述の切り上げ凍結の人民元の先安観を招いた。これによって、これまで大量流入していたと見なされる短期投機資金の国外流出転換を引き起こす懸念を孕み、それが上述の外貨管理条例改正とは別の意味でこれまでの外貨準備増加傾向に変化をもたらした要因となっている。

こうした一連の情勢動向をふまえて、ここでふたたび中央銀行バランスシート上の外貨項目の推移に目を向けると、2008年は、前半に人民元切り上げ加速の影響を受け、外貨項目が前年同期比でいっそう急増したのとは対照的に、後半は外貨増加の伸びが落ちていることが確認できる。とくに、細かく月別で見てみた場合、2008年10月をピークに、以降年末までは下降傾向が確認できる。それに対して、ベースマネー増加の伸びは、2008年8月以降同年末までは、金融危機の加速と輸出入増加率の緩慢さ、資本流動の変化などの諸要因の影響の増加などによって、鈍化していた。

## 5. 内需振興と金融緩和

世界的金融危機の実体経済への深刻な影響が懸念される段階に入った2008年後半、中国は国内経済政策において、これまでの引き締め政策からの方針転換を顕わにし、景気刺激策にいっそう大きく舵を切った。そのなかで、当面の積極財政および金融緩和の方針に沿った象徴的なマクロ運営政策が2008年11月に発表された2009年からの2カ年にわたる4兆元内需振興策である。これは、2007年GDP総額の16%に達する巨額の公共投資（代表的なものとして鉄道、高速道路などの輸送インフラ建設など）で国内需要を喚起し、世界経済の景気が冷え込む中で中国における高めの成長を維持するというものであった。ただし4兆元総額が

---

(6) その他の外貨保有リスク分散の動きの例として、中国人民銀行が準備資産として金を積み増したことが挙げられる。重量ベースでは2003年からの454.0トン（1929万トロイオンス）が2009年4月に1054.0トン（3389万トロイオンス）へと約8割増となり、中央銀行バランスシート上の記録では「貨幣黄金」項目（APPENDIXでは資産側で「金」と表示）が337.2億元から669.8億元へと増加したことが確認できる。また、この2009年4月時点で国外資産に占める金の比率は0.9%から1.7%に増加した。なお、この積み増した時点での1054.0トンの金保有量は、主要な国・機関別でみてスイスの1040.1トンを抜き、米国（8133.5トン）、ドイツ（3412.6トン）、IMF（3217.3トン）、フランス（2487.1トン）、イタリア（2451.8トン）について世界第6位の規模となった（『日本経済新聞』2009年5月26日付朝刊）。

すべて財政によって賄われるのではなく、資金調達面から、中央政府による財政資金（1兆1800億元相当）および地方政府による支出（地方債発行による調達2000億元を含む）を除いた多くの部分は、金融緩和の政策方針に応じた銀行からの融資に依拠する。したがって、4兆元内需振興政策は中国の市中商業銀行にとって、貸出を伸ばす好機となった。

また、2008年12月開催の中央経済工作会议では、経済の安定的で比較的速い発展の保持をマクロ経済政策の主要な目標とし、2009年の成長率目標を8%前後に設定し（“保八”）、その実現のために積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策（“適度宽松的貨幣政策”）を講じる方針を決定した。この8%という数字は、上述したように世界的金融危機による中国国外での需要急減によって高成長のエンジンだった輸出が失速し、沿海地域の中小企業が相次いで倒産し、職にあふれた内陸部農村からの出稼ぎ労働者が大量に帰郷を余儀なくされた状況を背景に、胡錦涛政権が雇用確保に必要とされる目安として位置づけられる。

こうした2008年後半における一連の動きに応じて、これまでの引き締め基調から一転して緩和基調へと方向変換した金融政策は、利下げと預金準備率引き下げと銀行融資の総量規制の解除（11月）というかたちで矢継ぎ早に実行された。

[表7]金融機関人民元基準金利調整の推移（2000年以降） 単位：年利率%

a) 貸出金利

	6ヵ月以内	6ヵ月～1年	1～3年	3～5年	5年以上
2002.02.21	5.04	5.31	5.49	5.58	5.76
2004.10.29	5.22	5.58	5.76	5.85	6.12
2006.04.28	5.40	5.85	6.03	6.12	6.39
2006.08.19	5.58	6.12	6.30	6.48	6.84
2007.03.18	5.67	6.39	6.57	6.75	7.11
2007.05.19	5.85	6.57	6.75	6.93	7.20
2007.07.21	6.03	6.84	7.02	7.20	7.38
2007.08.22	6.21	7.02	7.20	7.38	7.56
2007.09.15	6.48	7.29	7.47	7.65	7.83
2007.12.21	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008.09.16	6.21	7.20	7.29	7.56	7.74
2008.10.09	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47
2008.10.30	6.03	6.66	6.75	7.02	7.20
2008.11.27	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
2008.12.23	4.86	5.31	5.40	5.76	5.94

b) 預金金利

(年利率%)

	当座預金	定期預金					
		3ヵ月	6ヵ月	1年	2年	3年	5年
2002.02.21	0.72	1.71	1.89	1.98	2.25	2.52	2.79
2004.10.29	0.72	1.71	2.07	2.25	2.70	3.24	3.60
2006.08.19	0.72	1.80	2.25	2.52	3.06	3.69	4.14
2007.03.18	0.72	1.98	2.43	2.79	3.33	3.96	4.41
2007.05.19	0.72	2.07	2.61	3.06	3.69	4.41	4.95
2007.07.21	0.81	2.34	2.88	3.33	3.96	4.68	5.22
2007.08.22	0.81	2.61	3.15	3.60	4.23	4.95	5.49
2007.09.15	0.81	2.88	3.42	3.87	4.50	5.22	5.76
2007.12.21	0.72	3.33	3.78	4.14	4.68	5.40	5.85
2008.10.09	0.72	3.15	3.51	3.87	4.41	5.13	5.58
2008.10.30	0.72	2.88	3.24	3.60	4.14	4.77	5.13
2008.11.27	0.36	1.98	2.25	2.52	3.06	3.60	3.87
2008.12.23	0.36	1.71	1.98	2.25	2.79	3.33	3.60

出所：中国人民銀行公式HP

2008年9月16日に人民銀行は6年7ヵ月ぶりに利下げを発表した後、同年末まで計5回引き下げられていくことになった（[表7]を参照）。

また、法定預金準備金率も2008年9月25日から同12月22日まで連続4回引き下げられ、上掲[表5]の通り、17.5%から14.5%へと下降した。これは法定預金準備金率による不胎化効力低下を意味し、2008年末まで低下していた信用乗数が、2009年に入ると第1四半期末で4.27、第2四半期末で4.59と上昇し、後半には若干低下したものの（第3四半期末4.39および第4四半期末4.21）、2007年第

3 四半期までの水準に戻っていることからバブル傾向をうかがわせるマネーサプライ増をもたらしている。

また、もう一方の不胎化のツールとしての中央銀行債発行は、バランスシート上2008年前半期までは増加していたが、2008年6～8月の落ち込みと2009年に入ってから月別漸減傾向が確認できる。2009年末の中央銀行債権発行残高は前年末よりも3715.62億人民元の減少が見られた。

既述のように2008年上半期末で21.5%となった総負債に占める中央銀行債券発行の比率は、以降、月別推移で見ると7月末（21.1%）までは下降したが、同年内は10月の23.2%を上限にほぼ22%台を推移（08年末：22.1%）した。ただし、2009年は1月の20.9%、2月の20.2%を記録したあとは、上掲の〔表4〕より、2009年第1四半期末で19.6%、上期末で19.1%、第3四半期末で17.9%、第4四半期末で18.5%とやや減少傾向にある。

## 6. むすびにかえて―「適度」の金融緩和の行方

最後に、2009年以降2010年春節前頃までの中国国内のマクロ金融面での動向もふまえながら本論をしめくくことにしたい。

2008年後半からの積極財政と金融緩和に転じた政策方針の下で、2009年に入ると中国の銀行融資は急増し、同年末の金融機関の人民元貸出残高は前年比31.7%増の39.97兆元となった<sup>(7)</sup>。また、人民元は米ドルに対して2009年全年を通じて事実上の固定した状態が続いていたが、他の主要通貨に対しては、米ドル安基調に伴い切り下がっていく状態が人民元の先高期待感を生み、それが短期的資金の再流入など外貨準備増加要因となった。これは元レート維持のための元売り市場介入の拡大を通じて、ふたたび過剰流動性の問題をはらませていく方向性をもたらすことになった。元売りドル買い介入の拡大で、国内金融機関は大量に集まった人民元を積極的に貸し出しに回した。2009年のマネーサプライは政府目標の17%を大幅に上回る27.7%増の60.62兆元であった。

2009年12月に開催された中央経済工作会议では、積極財政と適度に緩和的な金融政策を2010年も続ける方針を決定し、政府目標として銀行融資を前年比2兆5000億元も上回る7兆5000億元に設定した。

これは、金融緩和で生じた過剰流動性によって一部の資金が不動産市場に流れ込むなどの資産バブルとインフレ懸念を抱えながらのマクロ運営が2010年も継続していくことを意味するものであった。

ただし、中国人民銀行は2010年に入ってから間もない1月12日に、法定預金準備金率を同18日より0.5%引き上げる旨発表した。これは2008年6月以来の引き上げであったことから、こ

---

(7) 「2009年12月金融統計データ報告」より。中国人民銀行2010年01月15日発表

(<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&id=3489> 2010年01月16日アクセス)



の期間の資産バブルとインフレ懸念に対し、市場で余ったカネの吸収を強化するあらわれと受け止めることができる。当面は「適度」の金融緩和の維持を表明している立場上、この措置は微調整的措置とも考えられる。

他方で、本論にてすでに述べたように2008年後半に落ち込んでいた外貨準備の伸びは、2009年に入ってから人民元先高期待感による資本流入要因などで再び上昇基調になり、人民銀行のバランスシートからは同年前半の一時期を除きベースマネーの年間増加額を上回る外貨保有増加が確認できる。

ここで、2008年11月の政策発表以降、2009年からの4兆元内需振興策の実行のなかで、これまでの過度に輸出依存の経済からの転換ないし脱却を図りつつも、為替相場をより柔軟に変動させることで資本流入を抑制して、外貨準備の膨張を抑制する手段がまだ完備されていないと受け止めることができる。今後、2008年前半までの金融引き締めに匹敵するような政策措置に転じていく可能性があるものとして、それがいつごろになるか、今後ひきつづき中国の公式見解で表現されるところの金融緩和の「適度さ（“適度寛松”）」という表現の<sup>(8)</sup>もトーンの変化の推移を中長期的に観察し続けていく必要がある。

## 主要参考文献

### 【邦文文献】

金澤孝彰 [2006] 「グローバリゼーション下の中国金融経済—人民元改革と外貨準備増加からの考察—（その1）」『経済理論』（和歌山大学経済学会）No. 332

金澤孝彰 [2009] 「中国の外貨準備運用をめぐるマクロ的課題」和歌山大学経済学部・山東大学経済学院「共同研究」会編『グローバル化のなかの日中経済関係—進展と進化—』御茶の水書房所収、第12章

王紅・長井滋人 [2007] 『中国における金融市場調節：金融政策か為替政策か』日本銀行2007年5月（日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.07-J-9）

### 【中文文献】

李揚（編）[2009] 『2009 中国金融発展報告（2008－2009）』社会科学文献出版社（金融藍皮書）

王愛儉・王景武（編）[2009] 『中国外匯儲備投資多様化研究』中国金融出版社

蘇寧（編）[2007] 『中国金融統計（1949－2005年）（上・下冊）』中国金融出版社

---

（8）2010年1月の預金準備率引き上げからほどなく、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会は商業銀行に対し融資増加を抑えるよう直接介入（窓口指導）を強化しはじめたとの報道があった（『日本経済新聞』2010年1月27日付朝刊）。なお、初稿提出を前にして、2010年2月12日に中国人民銀行から同年2度目の預金準備率引き上げ（引き上げ幅0.5%）を同25日に実施する旨発表があったこと、さらに、初稿校正中の5月に同年3度目の引き上げ（引き上げ幅0.5%）があったことも追記しておく。

和歌山大学経済学会『研究年報』第14号（2010年）

【APPENDIX】

中央銀行バランスシート（“貨幣当局資産負債表”）1993年第1四半期～2009年第3四半期

各年季別(\*)

A【資産側】

単位：億人民元

A- 1) 1993～2001年

	国外資産			対政府債権	対預金貨幣銀行債権	対非貨幣金融機構債権	対非金融部門債権
		外貨	金				
1993 I Q 末	1324.0	1222.0	12.0	1339.6	6671.7	213.5	561.1
II Q 末	1286.5	1183.0	12.0	1373.7	6868.1	199.3	600.6
III Q 末	1451.0	1332.2	12.0	1399.8	7879.6	144.7	639.1
IV Q 末	1549.5	1431.8	12.0	1582.7	9609.5	251.7	682.3
1994 I Q 末	2437.6	2253.8	12.0	1582.8	9297.7	258.7	682.9
II Q 末	3081.7	2888.0	12.0	1582.8	9383.1	275.7	696.1
III Q 末	3816.8	3619.0	12.0	1582.8	9581.0	231.3	708.3
IV Q 末	4451.3	4263.0	12.0	1687.7	10451.0	269.9	728.3
1995 I Q 末	4992.7	4839.1	12.0	1582.8	10294.8	312.3	739.8
II Q 末	5322.6	5192.6	12.0	1582.8	9990.1	200.6	744.0
III Q 末	6020.1	5846.0	12.0	1582.8	10372.0	183.7	697.7
IV Q 末	6669.5	6511.4	12.0	1582.8	11510.3	181.6	680.1
1996 I Q 末	7329.4	7176.8	12.0	1582.8	11451.1	174.2	680.1
II Q 末	7887.8	7712.6	12.0	1582.8	10936.5	120.9	674.9
III Q 末	8729.1	8536.8	12.0	1582.8	11174.7	119.0	668.4
IV Q 末	9562.2	9330.0	12.0	1582.8	14518.4	117.7	685.7
1997 I Q 末	10664.2	10138.6	12.0	1582.8	13628.9	165.8	661.7
II Q 末	11436.5	10916.1	12.0	1582.8	13235.9	1835.4	643.7
III Q 末	12515.6	12018.1	12.0	1582.8	13531.4	1898.0	169.4
IV Q 末	13229.2	12649.3	12.0	1582.8	14357.9	2072.3	171.0
1998 I Q 末	13179.7	12651.4	12.0	1582.8	14014.5	2138.4	171.0
II Q 末	13169.7	12621.5	12.0	1582.8	13496.1	2404.0	109.3
III Q 末	13284.7	12729.3	12.0	1582.8	11370.2	2607.0	105.0
IV Q 末	13560.3	13087.9	12.0	1582.8	13058.0	2962.8	103.8
1999 I Q 末	13522.1	13107.1	12.0	1582.8	12195.3	3012.5	102.9
II Q 末	13549.9	13134.8	12.0	1582.8	11860.1	3047.8	102.5
III Q 末	14661.6	14252.3	12.0	1582.8	12535.4	3048.7	101.9
IV Q 末	14558.5	14061.4	12.0	1582.8	15373.9	3833.1	101.5
2000 I Q 末	14648.8	14261.3	12.0	1582.8	13623.3	4346.3	101.3
II Q 末	14749.9	14374.8	12.0	1582.8	11433.7	7320.8	117.9
III Q 末	14775.0	14417.9	12.0	1582.8	11362.5	8366.0	115.9
IV Q 末	15188.9	14814.5	12.0	1582.8	13519.2	8600.4	110.2
2001 I Q 末	15312.6	15089.0	12.0	2731.1	10067.9	8440.8	229.3
II Q 末	16505.3	16282.1	12.0	2841.2	11257.0	8322.4	234.0
III Q 末	17768.7	17505.3	12.0	2811.5	11205.3	8276.1	233.7
IV Q 末	19351.3	18850.2	256.0	2821.3	11311.6	8547.3	195.5

A- 2) 2002年～2005年

	国外資産			対政府債権	対預金貨幣銀行債権	対特定預金機構債権	対その他金融機構債権	対非金融部門債権	その他資産
		外貨	金						
2002 I Q 末	19655.7	18659.9	256.0	2727.7	9999.2	2483.8	7208.5	217.1	4756.1
II Q 末	20277.5	19252.5	256.0	2537.5	9802.6	2479.1	7219.0	212.8	4084.4
III Q 末	21424.7	20381.7	256.0	2569.6	9763.2	2447.1	7214.5	206.5	4638.3
IV Q 末	23242.9	22107.4	337.2	2863.8	9982.6	2305.1	7240.3	206.7	5266.3
2003 I Q 末	25222.2	24062.3	337.2	2863.8	9548.7	2270.7	7268.4	206.6	5426.8
II Q 末	27151.4	25983.5	337.2	3007.2	9626.7	1773.0	7287.8	206.5	5242.1
III Q 末	29944.9	28670.2	337.2	3058.6	10685.7	1664.3	7284.1	206.4	5104.6
IV Q 末	31141.9	29841.8	337.2	2901.0	10619.5	1363.3	7256.0	206.3	8516.2
2004 I Q 末	33981.3	32758.2	337.2	3007.0	10071.6	1298.5	7266.7	206.2	8739.9
II Q 末	36419.1	35198.4	337.2	3007.0	9814.2	1319.4	8891.0	149.1	9265.2
III Q 末	39453.5	38237.4	337.2	3007.0	9640.0	1216.0	8889.5	138.3	9290.8
IV Q 末	46960.1	45940.0	337.2	2969.6	9376.4	1047.9	8865.1	136.3	9300.0
2005 I Q 末	51432.2	50163.3	337.2	2969.6	9092.6	994.8	8846.7	136.2	9576.9
II Q 末	55963.7	54698.1	337.2	2929.7	8630.5	851.0	13370.9	95.2	10726.0
III Q 末	60121.4	58904.4	337.2	2929.7	8031.9	3131.4	13331.9	94.8	11203.3
IV Q 末	63339.2	62140.0	337.2	2892.4	7817.7	4874.3	13226.1	66.7	11459.6

外貨準備肥大化の下での中国金融経済の動向—中央銀行バランスシートの観察を中心に—

A- 3) 2006 年～

	国外資産			対政府債権	対その他預金 性公司債権	対その他金融 性公司債権	対非金融性公 司債権	その他資産
		外貨	金					
2006 I Q 末	68440.0	67230.3	337.2	2891.9	7808.6	18942.8	66.7	11608.0
II Q 末	73446.3	72216.3	337.2	2875.5	6937.9	19097.3	66.4	13482.3
III Q 末	78201.6	76975.1	337.2	2862.5	6920.5	20080.7	66.4	11607.9
IV Q 末	85772.6	84360.8	337.2	2856.4	6516.7	21949.8	66.3	11412.8
2007 I Q 末	95939.6	94546.4	337.2	2839.3	6526.6	21906.7	66.3	11829.8
II Q 末	104870.8	103482.7	337.2	2825.8	6633.1	21861.2	63.7	11850.8
III Q 末	115860.3	111776.3	337.2	8825.3	6612.4	16023.3	63.7	11975.9
IV Q 末	124825.2	115168.7	337.2	16317.7	7862.8	12972.3	63.6	7098.2
2008 I Q 末	137436.8	127126.1	337.2	16317.7	8037.3	12291.7	44.1	7920.1
II Q 末	149580.2	134249.4	337.2	16279.8	8097.5	12190.1	44.1	7913.3
III Q 末	157908.9	143122.9	337.2	16233.9	8544.4	12103.4	44.1	8089.6
IV Q 末	162543.5	149624.3	337.2	16196.0	8432.5	11852.7	44.1	8027.2
2009 I Q 末	166051.1	153130.8	337.2	16196.0	8457.4	11832.5	44.1	8061.5
II Q 末	171854.7	159281.1	669.8	16073.8	7483.5	11775.8	44.0	8553.6
III Q 末	179720.2	166460.9	669.8	15676.7	7591.7	11701.0	44.0	7817.2
IV Q 末	185333.0	175154.6	669.8	15662.0	7161.9	11530.1	44.0	7799.5

B 【負債側】

B- 1) 1993～2001 年

単位:億人民元

	ベースマネー				債券	政府預金	自己資金	その他負債
		発行貨幣	金融機構負債	非金融機構負債				
1993 I Q 末	9846.1	4867.3	3844.6	1134.2	0.0	337.6	310.3	-384.1
II Q 末	10089.1	5228.6	3751.6	1108.9	0.0	340.4	310.3	-411.6
III Q 末	11075.9	5438.3	4439.6	1198.0	0.0	414.5	310.3	-286.5
IV Q 末	13147.0	6314.2	5541.1	1291.7	0.0	473.4	310.3	-255.0
1994 I Q 末	13612.3	6308.7	5934.2	1369.4	30.1	635.4	280.5	-298.6
II Q 末	14138.3	6258.6	6399.3	1480.4	1.0	874.0	280.5	-274.4
III Q 末	15193.8	6923.5	6634.2	1636.1	1.0	912.1	280.5	-467.2
IV Q 末	17217.8	7883.9	7468.3	1865.6	0.0	833.3	265.7	-728.6
1995 I Q 末	17588.4	7826.1	7835.5	1926.8	0.4	910.7	265.7	-842.8
II Q 末	17297.0	7595.5	7664.4	2037.1	0.1	1498.1	263.8	-1218.9
III Q 末	18705.8	7960.7	8497.9	2247.2	0.0	1236.5	371.2	-1457.2
IV Q 末	20759.8	8574.0	9672.5	2513.3	197.1	973.4	371.1	-1677.1
1996 I Q 末	21513.6	8844.7	10052.9	2616.0	0.0	963.2	369.7	-1628.9
II Q 末	21349.6	8343.4	10261.6	2744.6	0.0	1132.6	369.7	-1649.0
III Q 末	22509.2	9135.3	10434.9	2939.0	0.0	1400.4	368.8	-2004.4
IV Q 末	26888.5	9434.8	14354.9	3098.8	0.0	1225.4	366.8	-2013.9
1997 I Q 末	26811.4	10138.9	13738.3	2934.2	118.9	1434.3	366.2	-534.5
II Q 末	27485.2	9959.1	14463.4	3062.7	118.9	1572.9	366.3	-809.0
III Q 末	28379.9	10271.5	14903.4	3205.0	118.9	1722.3	366.2	-890.1
IV Q 末	30632.8	10981.1	16114.9	3536.8	118.9	1485.9	366.2	-1190.6
1998 I Q 末	29213.4	11058.0	14479.5	3675.9	118.9	1843.6	366.6	-456.1
II Q 末	30589.8	10551.9	16109.3	3928.6	118.9	1381.1	366.6	-1694.5
III Q 末	28177.4	11343.9	12657.5	4176.0	118.9	1877.7	366.6	-1590.9
IV Q 末	31335.3	12064.1	14744.7	4526.5	118.9	1726.1	366.8	-2279.4
1999 I Q 末	29185.8	12251.0	13430.0	3504.8	118.9	1770.6	366.8	-1026.5
II Q 末	28799.8	11787.0	13405.2	3607.6	118.9	1709.2	366.8	-851.6
III Q 末	29393.2	13401.8	12315.4	3676.0	118.9	2160.5	366.8	-109.0
IV Q 末	33620.1	15069.8	14728.5	3821.8	118.9	1785.5	366.8	-541.5
2000 I Q 末	32290.3	14289.1	13876.2	4125.0	0.0	2314.9	366.8	-669.5
II Q 末	32469.9	14070.5	14163.9	4235.5	0.0	3047.7	366.8	-679.3
III Q 末	33845.9	15127.0	14388.0	4330.9	0.0	2749.0	366.8	-759.5
IV Q 末	36491.4	15938.3	16019.0	4534.1	0.0	3100.4	366.8	-957.1
2001 I Q 末	34697.7	15577.1	14127.9	4992.7	0.0	3450.3	355.2	-1721.5
II Q 末	34396.8	15172.1	13998.8	5225.9	0.0	3983.0	355.2	424.9
III Q 末	35727.5	16423.5	13847.4	5456.6	0.0	4283.8	355.2	-71.2
IV Q 末	39851.7	16868.7	17089.1	5893.9	0.0	2850.5	355.2	-830.4

和歌山大学経済学会『研究年報』第14号（2010年）

B- 2）2002年～2007年

		ベースマネー			債券	国外負債	政府預金	自己資金	その他負債
		発行貨幣	金融機構負債	非金融機構負債					
2002	I Q 末	41221.1	16941.1	17760.4	6519.6	484.6	3115.5	355.2	1871.8
	II Q 末	40554.5	16474.0	17365.6	6714.8	454.4	4369.5	219.8	1014.7
	III Q 末	39864.0	17713.6	15271.6	6878.8	1937.5	441.2	5121.5	679.0
	IV Q 末	45138.2	18589.1	19138.4	7410.7	1487.5	423.1	3085.4	753.7
2003	I Q 末	44111.3	18676.0	17426.7	8008.7	450.0	433.5	4494.0	219.8
	II Q 末	43206.0	18485.1	16323.7	8397.1	2379.7	440.2	5802.9	219.8
	III Q 末	46730.4	19988.0	17944.8	8797.6	4398.2	450.3	5996.0	219.8
	IV Q 末	52841.4	21240.5	22558.0	9042.8	3031.6	482.6	4954.7	219.8
2004	I Q 末	50461.6	20981.8	29417.7	62.0	5957.1	517.7	6423.3	219.8
	II Q 末	51305.8	20695.2	30531.9	78.7	7476.1	524.9	7755.6	219.8
	III Q 末	53150.0	22548.1	30445.2	156.8	7662.6	525.7	8973.2	219.8
	IV Q 末	58856.1	23104.0	35672.8	79.3	11079.0	562.3	5832.2	219.8
2005	I Q 末	57588.3	23135.2	23135.2	137.6	14733.4	617.4	7728.6	219.8
	II Q 末	57360.2	22641.3	22641.3	143.5	16341.6	622.3	9673.8	219.8
	III Q 末	60771.2	24368.9	36209.1	193.3	16414.4	641.6	9875.1	219.8
	IV Q 末	64343.1	25854.0	38391.3	97.9	20296.0	641.6	7527.2	219.8
2006	I Q 末	62551.3	25501.6	36912.7	137.0	27556.8	692.7	9684.1	219.8
	II Q 末	63096.2	25452.7	37456.7	186.8	28642.9	717.9	12047.2	219.8
	III Q 末	66187.1	28008.4	37985.5	193.2	30298.0	715.8	14226.9	219.8
	IV Q 末	77757.8	29138.7	48459.3	159.9	29740.6	926.3	10210.7	219.8
2007	I Q 末	76990.1	29867.8	46817.0	305.3	38475.2	924.1	13611.0	219.8
	II Q 末	82664.0	29240.2	53147.0	276.8	37581.8	925.2	18360.8	219.8
	III Q 末	88212.3	31804.8	56133.4	274.1	38945.7	931.7	20496.9	219.8
	IV Q 末	101545.4	32971.6	68415.9	158.0	34469.1	947.3	17121.1	219.8

B- 3）2008年～

		ベースマネー			ベースマネー外 の金融公司預金	債券	国外負債	政府預金	自己資金	その他負債
		発行貨幣	金融性公司預金	金融公司預金						
2008	I Q 末	104224.2	33437.6	70786.6	492.3	39530.8	948.6	21557.7	219.8	15074.5
	II Q 末	115353.1	33075.7	82277.3	528.8	41801.7	904.9	27414.4	219.8	7882.4
	III Q 末	117336.1	34876.1	82460.0	585.0	45911.5	892.3	27228.5	219.8	10751.4
	IV Q 末	129222.3	37115.8	92106.6	591.2	45779.8	732.6	16963.8	219.8	13586.5
2009	I Q 末	124276.7	36853.8	87422.9	596.5	41295.8	750.3	15954.0	219.8	27549.6
	II Q 末	123929.7	36720.5	87209.2	629.4	41208.8	723.3	24013.0	219.8	25061.4
	III Q 末	133406.6	40504.8	92901.9	635.7	39915.6	746.9	27247.7	219.8	20378.5
	IV Q 末	143985.0	41555.8	102429.2	624.8	42064.2	761.7	21226.4	219.8	18648.6

出所：蘇寧（編）[2007]（上冊）840～860頁、および中国人民銀行公式HPより筆者編集

（＊）2002年以降については、中国人民銀行HP上で月別でのバランスシート各項目データを読むことができる。